Endeudándose a corto plazo e invirtiendo a largo plazo: iliquidez y colapso del crédito

Por Antal Fekete
Traducido por Jesús Gómez Ruiz

Este artículo fue publicado en 1984. Agradecemos a Elizabeth Courier, del Comitee for Monetary Research and Education (CMRE), su autorización para hacerlo disponible en internet en lengua española.

El concepto de liquidez se encuentra en el núcleo de todos los problemas económicos. Es una curiosa aberración de nuestros tiempos que este concepto tan importante e incluso la existencia misma de los fenómenos económicos que este concepto representa, sea negado vehementemente por los economistas más representativos de las corrientes económicas vigentes. Todo esto muy a pesar del hecho de que dos de los más grandes pensadores de la economía de todos los tiempos, Adam Smith (1723-1790) y Carl Menger (1840-1921), dieran gran importancia al concepto de liquidez y lo emplearan en la explicación de importantes fenómenos económicos.

Una de las más grandes contribuciones a la ciencia económica es la "teoría del crédito comercial" (*commercial loan theory*) tal como se describe en la obra de Adam Smith *La Riqueza de las Naciones* (*Wealth of nations*) publicada por primera vez en 1776. Adam Smith escribió que la masa de los productos de consumo (terminados o semiterminados) que cambian de manos con la suficiente rapidez desde los productores, a través de los distribuidores hasta los puntos de venta minorista y que serán adquiridos por el consumidor final en un plazo de 91 días (llamado por A. Smith el capital social circulante –*social circulating capital*–) tiene una liquidez solamente superada por los metales moneda, oro y plata. A. Smith no tuvo ninguna dificultad para demostrar su tesis. Hay un mínimo de consumo, absolutamente indispensable, para el normal funcionamiento de la sociedad, que proyectado a 91 días (la duración de una estación completa del año) en el futuro, corresponde a un volumen de productos terminados o semiterminados en su camino desde los productores a los consumidores finales. Estos productos seguirán su curso incluso en ausencia de dinero, en el advenimiento de un desastre nacional, bajo una ocupación militar, o en cualquier otra situación adversa, debido a que la bondad del crédito emitido con el respaldo de estos productos no puede ser cuestionada de manera alguna. Antes se pondrá en duda la validez de aserciones tales como que la gente debe comer, vestir, usar combustible para calefacción, etc., que cuestionar la solvencia del crédito que mantiene el flujo de los productos que satisfacen las más urgentes necesidades de las personas.

La liquidez de los productos más urgentemente demandados por la gente, es decir, la liquidez del capital social circulante se manifiesta en el hecho de que estos productos cambian de dueño no contra pago en metálico sino contra pago en un tipo de papel denominado *real bills*.

Debido a esta característica distintiva del capital social circulante, es por lo que la teoría de la liquidez de Adam Smith es conocida como la doctrina de las *real bills*. El término fue acuñado por los detractores de la liquidez, dándole connotaciones peyorativas, pero con el tiempo llegó a ser respetado (de la misma forma que, a pesar del carácter peyorativo dado por Karl Marx al término "capitalismo", éste llegó a ser una palabra admirable y llena de fuerza para referirse al sistema de iniciativa privada y libre empresa en contraposición al dirigismo socialista y la planificación centralizada).

Una *real bill* (letra o efecto comercial) se libra por el proveedor de bienes de consumo sobre su cliente en el momento de la entrega de los productos y se paga cuando el producto es vendido al consumidor final (en cualquier caso siempre antes de 91 días). Una *real bill* conocida como *bill of exchange* (letra de cambio) es tan líquida como el dinero cuando está aceptada por el librado (el que recibe la mercancía del librador de la letra). De hecho una letra de cambio puede "circular" por sí misma. La única diferencia entre la circulación de una letra de cambio y la circulación de billetes bancarios es que la primera está sujeta a un plazo temporal para su descuento (su valor nominal se descuenta de acuerdo al tipo de descuento y al número de días que faltan para su vencimiento), mientras que los billetes bancarios se aceptan a su valor nominal y su vencimiento es a la vista.

Sin embargo, tal como A. Smith nos advierte en su obra, sería un error el concluir que un billete de banco es un instrumento superior simplemente por el hecho de no estar sujeto a descuento. De hecho, un billete bancario es un pasivo del banco equilibrado por un activo autoliquidable, el cual, es una letra o un metal monetario. El metal monetario es autoliquidable ya que es aceptado como pago de una deuda sin ser legal o contractualmente convertible en algo distinto. En otras palabras, los metales monetarios representan liquidez absoluta. Son la liquidez por excelencia. Por otro lado, las letras (*real bills)* son autoliquidables, ya que a su vencimiento se pagan con el producto de la venta de los bienes de consumo subyacentes. Por contraste, una letra financiera (por ejemplo, aquella emitida para financiar la construcción de un hotel) no es autoliquidable, ya que el dinero ha sido convertido en los ladrillos y materiales que constituyen el hotel y el comienzo del proceso de amortización de los costes del hotel exigirá un tiempo más largo.

El vencimiento a un máximo de 91 días para las letras (*real bills*) no se deriva de una cábala. Noventa y un días es la duración de una estación del año. El tipo y la cantidad de bienes demandados por los consumidores cambian con las estaciones del año. Si no puede garantizarse la venta de una cierta mercadería en un plazo de 91 días, con mayor motivo no podrá garantizarse su venta en un plazo de 3x91=273 días, hasta que la misma estación del año vuelva a aparecer. No pueden usarse letras para los bienes que se mueven con esta lentitud, debiéndose financiar su inventario mediante otros medios (esto es, ahorro real). Si 91 días pueden parecer arbitrarios, la Providencia es responsable por hacer el año de 365 días y dividirlo en cuatro estaciones. En cualquier caso, la liquidez de las letras se juzga y decide por el mercado de letras y no por los teóricos.

En el mercado de letras (por ejemplo, aquel que floreció en Lancashire y Manchester en los tiempos de Adam Smith) siempre se rechazaban todas las letras libradas con vencimiento superior a los 91 días. Mientras que una letra con dos buenas firmas y vencimiento igual o inferior a 91 días podía ser comprada y vendida a continuación sin pérdida alguna, otra letra con las mismas dos buenas firmas pero

vencimiento superior a los 91 días generalmente ocasionaba una pérdida. Tales letras no eran líquidas. No podían ser liquidadas con la suficiente rapidez o sencillez. En el mercado de letras también se rechazaban aquellas cuyo librador y librado eran una empresa y su subsidiaria respectivamente. Estas letras eran conocidas "letras cerdo sobre puerco" (*pig on pork bills*). Las letras financieras, de anticipo (sobre producción futura y del tesoro) no corrían mejor suerte. Los bancos comerciales pujaban por las letras *real bills* en el mercado de letras, debido a que el papel autoliquidable de forma automática ha sido siempre considerado la forma de activo más fiable y líquida que un banco puede poseer para equilibrar su pasivo a la vista (billetes y depósitos). La banca comercial creció en importancia debido a que el crédito de un banco es frecuentemente más fácilmente negociable que el crédito de los productores y distribuidores de los bienes más urgentemente demandados por los consumidores finales. Esto es debido a las siguientes razones:

- Los billetes y depósitos bancarios son negociables "a la vista", es decir, en el plazo más corto.
- Los billetes bancarios se emiten en denominación estándar y debido a su convertibilidad a la vista, normalmente no son descontados.
- Los bancos están siempre en primera plana, bajo el escrutinio del público y se asume, de manera acertada o equivocada, que cualquier problema relativo a la calidad del crédito bancario será puesto de manifiesto inmediatamente (no puede decirse necesariamente lo mismo del crédito de los productores y distribuidores de bienes de consumo).

Al contrario que la liquidez, que es una categoría económica, la negociabilidad es una cualidad institucional. Los acuerdos institucionales que pueden alterar y de hecho tienen un impacto en la negociabilidad, no afectan a la liquidez que es algo intrínseco. Esto nos devuelve a nuestro punto de partida, idea original de Adam Smith, de que los billetes bancarios no pueden ser más líquidos que las letras (*real bills*) existentes en la cartera de los bancos que los emiten. La fuerza y credibilidad de las letras no se deriva del crédito de los bancos o gobiernos que las libran. La causalidad va en el otro sentido: *el crédito de un banco o Gobierno es tan bueno o malo como la liquidez de los activos que equilibran su pasivo*.

Casi un siglo después de que se escribiera *La Riqueza de la Naciones*, Carl Menger, otro gigante de la ciencia económica y pionero del moderno subjetivismo, estableció en su obra *Grundsätze* (traducida al español como *Principios de Economía política*) los elementos de una teoría de la liquidez más completa (*Absatzfähigkeit*).

Menger observó que los mercados no cotizaban un solo precio sino dos, el más bajo o precio ofrecido por un bien (*bid price*) y el más alto o precio pedido (*asked price*), y que la diferencia entre ellos (*spread*) nunca podía ser cero. Aunque la ciencia económica poco puede decir sobre los precios y su evolución, no ocurre lo mismo con su *spread*. Menger observó que tanto el precio ofrecido como el pedido se cotizaban para cantidades definidas de bienes y que invariablemente un *spread* más amplio estaba asociado a cantidades mayores. Esto llevó al resultado (que para Menger fue un teorema deductivo en lugar de inductivo) de que *el spread es una función creciente de la cantidad*. Pero el ritmo de crecimiento del *spread* no es igual para todos los bienes. Mientras para el oro es muy lento (casi despreciable), para los bienes perecederos es muy rápido. Por tanto, podemos definir la liquidez de un bien económico en términos de su *spread*. Podemos decir, siguiendo a Menger, que un bien es más líquido que otro si su *spread* se incrementa más despacio que el del otro en función de la cantidad.

Menger introdujo el concepto de liquidez porque quería entender la razón por la que el oro llegó a ser dinero. Menger descartó la teoría cartalista, según la cual el oro fue declarado dinero y moneda de curso legal por decreto de un soberano y su pueblo, que acordaron el incluir la efigie del soberano en cada porción de oro como garantía de su peso y ley. Al contrario, fue un proceso de mercado lo que promovió al oro (y a la plata) a la posición de liquidez suprema y el soberano encontró apropiado el unirse a la elección del mercado.

En las etapas más avanzadas del sistema de trueque era posible clasificar varios bienes de acuerdo con su liquidez. En la antigüedad las cabezas de ganado, la sal, el grano y el tabaco junto con los metales y piedras preciosas alcanzaron gran liquidez. Más tarde, con el desarrollo del comercio, la liquidez de los metales preciosos (oro y plata) comenzó a crecer con rapidez dejando la de otros bienes muy atrás. Hasta hace sólo 130 años existían dudas sobre si habría un ganador absoluto ó serían conjuntamente el oro y la plata quienes reinarían como los bienes más líquidos. Sin embargo, en la década de 1870 se decantó la obtención de la máxima liquidez a favor del oro y como reconocimiento de este hecho la inmensa mayoría de las naciones civilizadas (con la notable excepción de China) habían adoptado el patrón oro en 1914.

La teoría de Menger sobre el origen del dinero es la mejor que tenemos. A su validez histórica añade su claridad conceptual y más aún, extiende y generaliza la desarrollada por Adam Smith. Las teorías de Menger y Smith ponen de manifiesto de forma clara el proceso por el que el oro, el bien más líquido, y las letras de cambio, el segundo bien más líquido, han llegado a ser la base de nuestro sistema monetario.

Los fundamentos lógicos de la teoría de los préstamos comerciales de Adam Smith (según la cual los préstamos más líquidos que un banco puede realizar son los préstamos a corto plazo, –autoliquidables– sobre bienes de intensamente demandados en su camino desde el productor al consumidor final; ya que al venderse los bienes se obtienen los medios para liquidar el préstamo) consistían en que los bancos deben prestar a corto ya que piden prestado a corto. Sin embargo, las prácticas bancarias se han apartado gradualmente de este ideal al comenzar a prestar a largo mientras piden prestado a corto, violando el principio de la liquidez. Después del esplendor alcanzado con la teoría de la liquidez de Smith y Menger, las subsiguientes teorías pueden considerarse más un retroceso que un progreso. La teoría de la liquidez desarrollada en nuestro siglo no es más que una apología poco sólida en favor de la iliquidez crónica de los bancos, según iban surgiendo nuevas teorías para respaldar las nuevas prácticas. Para el propósito de este ensayo, explicaremos cinco etapas de esta degradación teórica: (1) La teoría de los coeficientes de reserva (*balance sheet ratios*); (2) la teoría de la negociabilidad-redescontabilidad (*shiftability*); (3) la teoría del flujo de caja (*cash flow*); (4) la teoría de la gestión de la liquidez; y (5) la teoría de la licuefacción.

La teoría de los coeficientes de reserva (*balance sheet ratios*)

La imperecedera gloria de la teoría del crédito comercial elaborada por Adam Smith es que hace corresponder la creación de dinero con la llegada de nuevos bienes a los mercados. Sin embargo, las prácticas bancarias se han separado progresivamente del ideal expuesto en *La Riqueza de las Naciones*. Tales prácticas pueden describirse como un desfase entre los vencimientos de los activos y los pasivos del balance. Como consecuencia, el dinero se crea más rápido de lo que la llegada de nuevos bienes al mercado justifica.

Para entender qué ha estado sucediendo y por qué, es preciso tener en cuenta que los bancos han sido protegidos por el Estado contra sus acreedores, quienes fueron privados del derecho de exigir la liquidación en caso de incumplimiento de contrato. En consecuencia, los bancos siguieron emitiendo papel del cual no responderían al vencimiento. Así, los bancos están por encima del derecho de quiebra aplicable a toda persona o empresa: un banco puede seguir funcionando si el Estado lo considera conveniente, aun a pesar de que haya incumplido la ley o sus compromisos.

Desde luego, esta protección que otorga el Estado a los bancos no puede justificarse ni jurídica ni lógicamente. Equivale a conceder privilegios sin exigir las correspondientes responsabilidades. Los bancos, como era de esperar, se tomaron la licencia de obviar los principios elementales de la seguridad y la liquidez. Empezaron a forrarse con las extraordinarias ganancias procedentes de inversiones especulativas y a largo plazo, financiadas con deudas a corto plazo.

Bajo la protección del Estado, los bancos se hicieron con el control del mercado de letras. El papel emitido por productores ineficientes fue a esconderse en las carteras de efectos de los bancos para evitar el examen y posterior rechazo del público. Antiguamente este papel tenía que arreglárselas él solo cada día en el mercado de letras hasta su vencimiento. Una vez llegado este, y pasados dos días de cortesía, si la letra era impagada, el librado, el librador y los endosantes arruinaban su crédito. Hoy en día, los bancos pueden proteger las letras de dudosa calidad, lo que en realidad equivale a un subsidio a los productores ineficientes y a la especulación con inventarios.

Un banquero compasivo renueva el crédito sin demasiadas alharacas. El juicio del interventor vino a sustituir a la sabiduría del mercado abierto.

Los teóricos no se quedaron atrás. La liquidez fue redefinida como la ratio entre créditos y depósitos, el cual muestra hasta qué punto ha empleado su capacidad de prestar.

Aunque esta ratio podría usarse como medida de la iliquidez, es completamente inadecuado para medir la liquidez, precisamente porque oculta activos de dudosa calidad. Si fuera una medida adecuada del grado de liquidez, entonces tendría que asumirse que todos los créditos son a corto plazo y autoliquidables. Pero la nueva teoría se elaboró precisamente porque era necesario desviar las miradas indiscretas de la estructura de vencimientos de los préstamos del banco.

Una teoría completa de la liquidez bancaria debe incluir varias ratios; de suyo, uno por cada categoría de vencimiento. El más importante de ellos es la ratio de activos monetarios contra depósitos. Cuanto más cercano esté a uno, más líquida será la entidad. Después está la ratio de activo contra deudas entre 3 y 12 meses, etc. Si todos los bancos son ilíquidos en el sentido de que sus deudas vencen antes que sus créditos, entonces no pueden cumplir con sus obligaciones si no es monetizando sus deudas, esto es, los bancos se ven obligados a vender sus créditos a largo al Banco Central para entre "hacer caja" y poder atender sus deudas a corto plazo. Merced a este proceso, el Banco Central convierte deudas en dinero de curso legal. Sin embargo, este expediente no carece de consecuencias. Como veremos, una vez que los bancos empiezan a transitar por la senda de la monetización de deuda ponen en marcha un círculo vicioso que tiene su propia dinámica interna. El crecimiento equilibrado de la economía sólo es posible si se presta la debida atención a la liquidez del sistema bancario.

La teoría de la negociabilidad-redescontabilidad (*shiftability*)

Después de la Primera Guerra Mundial el profesor Harold G. Moulton expuso su teoría de la negociabilidad, de acuerdo con la cual, en condiciones normales, la liquidez no es tanto un problema de vencimiento como un problema de transferir los activos a otros bancos y "hacer caja". Si un banco en problemas puede obtener ayuda de otro en mejor situación no es tan necesario atender a la casación de plazos. En lugar de esto los bancos confían en activos que puedan ser transferidos a otros bancos antes del vencimiento para hacer frente a sus necesidades de tesorería. La liquidez se identifica con la transferibilidad (*shiftability*).

La nueva doctrina mudó la fuente de liquidez desde el préstamo a la cartera de inversiones, especialmente inversiones en deuda pública. Sin embargo, la teoría era irremediablemente falsa: el problema de la liquidez es, precisamente, cómo proteger la solvencia del banco en tiempos difíciles, cuando todos los bancos y sus clientes se esfuerzan por mejorar sus posiciones de liquidez. El banquero prudente sabe que el papel del Estado no es una inversión líquida porque en tiempos difíciles no se puede vender (transferir) sin levantar sospechas sobre la situación del banco. Pero aunque el banco no tenga razones para preocuparse por las sospechas, hay situaciones en las que no se puede vender el papel del Estado sin ocasionar al Tesoro tremendos apuros.

El mercado de deuda pública se hundió en 1920 engullendo una parte considerable de los activos bancarios ante la sorpresa y consternación de los banqueros. El mercado les enseñó que no era prudente ni seguro invertir en deuda del Estado por un importe superior al del capital del banco. No obstante la lección se olvidó pronto.

La teoría del *cash-flow*

Un nuevo concepto de liquidez conocido como la doctrina del *cash flow* introducido por Herbert W. Prochnow después de la Segunda Guerra Mundial. Una vez más, es patente que se promueven nuevas teorías para justificar nuevas prácticas. La fachada del descuento de letras al menos se había conservado por bastante tiempo, aunque en realidad, al vencimiento se renovaba sistemáticamente el crédito.

Pero después de la Segunda Guerra Mundial cesaron los ambages: préstamos a largo plazo cuya amortización se hacía coincidir con el *cash flow* esperado del cliente. Prochnow sugirió que la liquidez bancaria consistía en la capacidad de los prestatarios de pagar las cuotas de sus préstamos y no en su capacidad de liquidar su deuda. Así, un préstamo incobrable todavía podría servir como fuente de liquidez siempre y cuando el prestatario siga pagando los intereses (incluso si para ello el banco tiene que comprometer recursos adicionales). En otras palabras, los bancos pueden crear liquidez "echando dinero bueno sobre dinero malo". El Banco Central lo refrendará todo.

Si creemos que el Banco Central puede validar todos los malos créditos que los bancos comerciales han concedido en el pasado sin hacer su propia posición más ilíquida, entonces creemos en milagros. Es cierto que el castigo para el Banco Central por olvidar su propia liquidez puede no ser inmediato, pero es, sin embargo, inevitable.

La teoría de la gestión de la liquidez (*liquidity management*)

Antes de los años 60 los banqueros veían la liquidez casi exclusivamente en el activo del balance. Desde entonces empezaron a verla en el pasivo. En lugar de adaptar los activos a las deudas, decidieron hacer lo contrario. No había por qué mantener liquidez a mano en absoluto (en vista de su baja rentabilidad), puesto que era posible comprarla en el mercado cuando fuera necesario.

Los bancos creaban las condiciones para un crecimiento y unos beneficios ilimitados pujando por el dinero sólo cuando sus reservas se revelaran insuficientes.

Esto condujo a la legitimación del mercado de fondos federales por el cual el exceso de depósitos con los bancos de la Reserva Federal podía ser recolocado "por ahí"; así como al nacimiento de los certificados de depósito. Los banqueros se dieron cuenta de que el gran mérito de los certificados de depósito era su flexibilidad. Al poder emitir certificados a diferentes tipos y vencimientos, podían ajustar sus pujas por la liquidez a las necesidades del momento.

Los certificados de depósito y los fondos federales, sin embargo, no fueron la única forma de crear nueva liquidez en el pasivo del balance. Las obligaciones subordinadas, así como los bonos convertibles entraron en escena. De este modo, los bancos aprendieron a estar en misa y repicando. Pretendiendo que algunos de sus depósitos debían ser considerados como parte del pasivo no exigible (capital), cerraron de golpe la separación entre pasivo circulante y capitales permanentes. La teoría de la gestión de la liquidez alcanzó su apoteosis en el mercado de eurodólares. Las grandes entidades financieras encontraron más cómodo proveerse de liquidez a través de sus sucursales de Londres. Ya no era necesario matar el oso para vender su piel.

La teoría de la licuefacción

Con tal inagotable variedad de oportunidades para comprar la liquidez necesaria con la que hacer frente a la, aparentemente, insaciable demanda de préstamos, los bancos se embriagaron con su propio éxito. Olvidaron que ellos también, como Absalón, que podían acabar colgados de sus propios cabellos.

La desenfrenada puja por los activos líquidos llevó los tipos de interés a alturas vertiginosas. Como consecuencia, los activos a largo plazo en las carteras bancarias fueron diezmados y se volvieron aún más ilíquidos de lo que en principio se temía. Hubo que llevar a pérdidas algunos préstamos –la postrera humillación para el banquero que creyó que, bajo las doctrinas del *cash flow* y de la gestión de la liquidez, los préstamos incobrables eran algo del pasado–.

Hoy, el sistema bancario en los Estados Unidos es crónicamente ilíquido. Como el drogadicto, sólo puede mantenerse en pie con dosis crecientes de liquidez proporcionadas por la Reserva Federal, y manteniendo, gracias al permiso del Gobierno, balances inflados (lo que equivale a la legalización del fraude).

Puesto que a los bancos se les permite sostener que sus activos valen mucho más de lo que podrían obtener de su liquidación, el problema a resolver es cómo fabricar nuevas reservas (reconstruir el encaje) a partir de sus malos activos. Pues bien, el banco cambiará bonos del Estado de su cartera por efectivo.

¿Pero por qué un impositor en su sano juicio pagaría al banco 1.000 dólares por un bono que podría obtener por 500 en el mercado abierto? Simplemente, el banco le dice al impositor que el mercado se equivoca, y que el valor del bono es realmente el valor facial de éste. Para probarlo, el banco promete pagar incluso más por el mismo bono la mañana siguiente. Así nació el REPO. De acuerdo con esto, la teoría de la licuefacción enseña que no hay malos activos, sólo malos banqueros. Un buen banquero, por definición, es el que convierte sus errores en fuentes de liquidez (cuantos más errores, mejor). Cuando hace Repos, el banco en realidad vende sus malos activos al cierre de la sesión comprometiéndose simultáneamente a recomprar al comienzo de la siguiente sesión. La teoría de la licuefacción es la historia de los tremendos apuros en los que los bancos se encuentran. Ya no son capaces de hacerse con nuevas reservas liquidando sus activos. Tienen que acudir al fraude legalizado.

De acuerdo con Aristóteles, es imposible que un objeto esté en dos sitios distintos al mismo tiempo. Lamentablemente, el oro está sujeto a las limitaciones descritas por Aristóteles. Es por esto por lo que los economistas convencionales tratan al oro con desdén. Suspiran por algo más sublime, más etéreo, más "creativo" y menos prosaico que el oro. Por consiguiente, el oro fue expulsado sin miramientos de su posición como reserva monetaria, y su lugar lo tomaron las "reservas sintéticas" las cuales ya no están sujetas a las limitaciones del mundo sublunar. Uno de estos dispositivos sintéticos es el Repo; otro el crédito para operar con valores. Son dineros dotados de la "imprescindible" propiedad de estar presente en dos o más sitios a la vez. Si el oro no se presta al juego de la contabilidad creativa, el banquero avispado y su ángel de la guarda, el economista convencional, no tienen por qué sentirse frustrados. La prestidigitación continuará con trucos más amenos.

La chistera de la que sacan las nuevas formas de liquidez parece inagotable.

La Escuela de Chicago rechaza la idea de liquidez. Los monetaristas menosprecian la idea de los préstamos autoliquidables como la base del crédito y, en lugar de control cualitativo, abogan por el control cuantitativo del crédito. Esta actitud refleja el daltonismo en relación con la liquidez y un esfuerzo consciente de negar cualquier diferencia entre préstamos a la especulación o la inversión y los préstamos a corto plazo autoliquidables, basados en bienes intensamente demandados por los consumidores.

Uno de los más grandes expertos en liquidez, Melchior Palyi, dijo en su obra póstuma *El Crepúsculo del Oro* (*The Twilight of Gold*).

Hay algo intelectualmente tentador en el intento de explicar los movimientos en los precios y en el nivel de actividad por los cambios en el volumen o el precio del dinero, o ambos. Tales explicaciones tienen el "atractivo" de una fórmula simple, aliviando al analista de la carga de estudiar la multiplicidad y complejidad de los fenómenos del mercado y sus interrelaciones; y también ofrecen un dispositivo "científico" para controlar los pulsos de la economía... La metodología subyacente en el enfoque monetarista, un préstamo de la Mecánica, supone procesos automáticos más que la, a veces impredecible, conducta humana.

La teoría de la liquidez, exceptuando las excrecencias del siglo XX, explica las cosas tal y como son, incluyendo lo impredecible de la acción humana.

La teoría de la liquidez de Menger

Un bien económico (o un activo financiero) es una entidad de dos dimensiones en el sentido de que puede caracterizarse (o clasificarse) según dos variables: valor y liquidez. De las dos, la segunda es menos conocida y más controvertida, si bien su comprensión es un requisito previo para una teoría consistente del dinero y del crédito.

La liquidez, como el valor, no es ante todo un número o una medida, sino un orden o clasificación. Igual que el valor existe sin necesidad de precios, en un sistema de trueque, puesto que dados dos objetos cualquiera, hay consenso en cuál de los dos es "más valioso"; igualmente la liquidez puede no ser mensurable, pero dados dos objetos cualquiera, siempre es posible decidir cuál de los dos es "más líquido".

Resumiendo mucho, un bien es más líquido que otro si puede ser comprado y revendido en grandes cantidades con menores pérdidas que el otro. Obviamente los bienes perecederos como el grano o las patatas son menos líquidos que las piedras o los metales preciosos. No importa lo ventajoso que sea el precio que paguemos por el grano o las patatas, probablemente no seamos capaces de revenderlos en grandes cantidades sin sufrir pérdidas, como podríamos hacer en el caso de las piedras y metales preciosos. Debe advertirse que, contrariamente a la creencia popular, la propiedad inmobiliaria (rústica o urbana) no es líquida: el margen (*spread*) entre el precio ofrecido y el precio pedido aumenta rápidamente según más tierras y casas salen a la venta en el mercado.

Este apunte nos muestra cómo medir la liquidez. El mercado cotiza, no uno, sino dos precios para cada bien, a saber, el menor precio ofrecido (al cual los especialistas *market-makers* están dispuestos a comprar) y el más alto precio pedido (al cual los *market-makers* están dispuestos a vender). La diferencia entre ambos recibe el nombre de margen (*spread*). Además, el precio pedido y el precio ofrecido se cotizan para una determinada cantidad; para una cantidad mayor el margen (*spread*) será mayor. Por tanto el margen (*spread*) es una función creciente de la cantidad para la que se cotiza. Sin embargo, el ritmo al que aumenta el margen no es uniforme para todos los bienes. Un bien se considera más líquido que otro si su margen aumenta más despacio que el de otro.

El significado del concepto de liquidez es obvio. No es posible comprender el atesoramiento, el almacenamiento, o la especulación alcista o bajista sin él. Sobre todo, ninguna teoría coherente del dinero puede construirse sin referirse a él. La revolución producida por la invención del dinero fue, de hecho, una evolución de la liquidez. La distinción entre comprar y vender, existía, también, durante los tiempos del trueque, mucho antes de la aparición del dinero. Vender significa, por definición, cambiar un bien menos líquido por otro bien más líquido –preferiblemente por el más líquido de todos–, si este existe. El hecho es que la aparición del máximo de liquidez coincide con la aparición del dinero. Finalmente, y lo más importante para los propósitos de este ensayo, es concepto de liquidez es clave en la teoría y la práctica bancaria, donde el problema es cómo manejar o invertir el dinero propiedad de otros sin incurrir en pérdidas.

Pasemos ahora a examinar la cuestión de la liquidez de los bonos (suponiendo, para simplificar, que su pago y servicio están garantizados). Los bonos que vencen en menos de un año son líquidos. De hecho, pueden ser utilizados como dinero para determinados tipos de transacciones (por ejemplo para pagos a cuenta o como pago de bienes que serán entregados en el futuro). Por contra, las obligaciones con vencimiento a 10 años son ilíquidas porque un pequeño cambio en el tipo de interés supondrá un gran cambio (en sentido inverso) en el valor de la obligación, lo que supone un amplio margen (*spread*). De hecho, cuanto más lejano sea el vencimiento, más amplio es el margen y menos líquido será el título (siendo iguales el resto de características). Está claro que los préstamos bancarios, las hipotecas y otros activos de renta fija son equivalentes económicamente a los bonos, y obedecerán las mismas leyes en lo que se refiere a su liquidez.

Ahora estamos preparados para comparar la calidad del crédito extendido por un banco con la del extendido por otro. Examinamos el balance de situación de cada banco y calculamos la ratio de activos contra pasivos ambos con vencimiento inferior a 91 días. Si la ratio es igual o mayor que uno, entonces el banco es líquido; en otro caso el banco es ilíquido y la ratio menor corresponderá al banco menos líquido. Si el balance de ambos bancos tiene el mismo ratio, pasamos a calcular y comparar la ratio de activos contra pasivos con vencimiento superior a 91 días e inferior a un año, a continuación la ratio activos contra pasivos con vencimiento entre un año y cinco años, etc. El primer ratio que sea inferior (para el mismo vencimiento) indicará qué banco es menos líquido. (Si los activos del banco no están exentos del riesgo de impago, será necesario realizar ajustes, extendiendo el vencimiento de los activos dudosos, hasta el

infinito si fuera necesario. Además, debe confirmarse que todos los créditos a corto plazo del banco pueden de hecho ser liquidados al vencimiento; si no, deberán realizarse los correspondientes ajustes).

Esta definición de liquidez o, lo que puede considerarse lo mismo, de la calidad del crédito bancario no es ninguna abstracción. Es muy real. Si las deudas del banco vencen antes que sus activos, sólo podrán ser pagadas mediante la monetización de deuda. Incluso si el banco canjea sus activos de lejano vencimiento por el efectivo de otro banco, como sugiere que debe hacerse la teoría de la "negociabilidad-redescontabilidad" (*shiftability*), el problema no se resuelve. En este caso el banco A simplemente compra un alivio temporal para las consecuencias de su creciente iliquidez, a expensas del banco B que ahora es más ilíquido como consecuencia del canje. Pero la iliquidez del sistema bancario total, que es lo que importa en el análisis final, no puede curarse dispersando los activos a largo plazo.

Peor aún, si el tipo de interés sube, como de hecho tiene que ocurrir como consecuencia de la carrera por la liquidez, entonces el capital de los bancos ilíquidos se contraerá. De hecho, cuanto más ilíquido sea el banco mayor será la contracción. La verdad de esta aseveración se sigue de la ley matemática llamada *ecuación del bono*, que establece una relación rígida entre el precio del bono y el tipo de interés para cada clase de vencimiento. La relación es inversa, es decir, cuanto más alto es el tipo de interés, menor es el precio del bono, y viceversa. Además, dada una determinada subida en el tipo de interés, las pérdidas en el valor de los bonos no serán uniformes para todos los vencimientos. De hecho, las pérdidas serán mucho mayores para los vencimientos largos que para los cortos.

Por tanto, se sigue de la ecuación del bono que, en el caso de subidas en los tipos de interés, en el balance de un banco ilíquido (con un pasivo exigible con un vencimiento más cercano que el periodo de maduración de sus activos) aparecerán pérdidas de capital. A pesar de que la subida de tipos de interés producirá una caída tanto en el valor de las deudas como de los activos, la caída será mayor en la parte del activo debido al vencimiento relativamente más largo de los activos. Las deficiencias del capital resultante nunca podrán compensarse con una caída en los tipos de interés. Esto es especialmente cierto si el sistema bancario en su globalidad es ilíquido. Al tratar los bancos de hacer frente a sus deudas vencidas mediante la venta de activos (con vencimiento a largo), el precio de los bonos caerá y el tipo de interés subirá.

Hasta aquí coincide el análisis de la iliquidez bancaria tanto para un sistema de patrón oro como de papel moneda inconvertible. La diferencia aparece en la fase de desencadenamiento de la crisis que produce la iliquidez bancaria crónica.

Iliquidez bancaria en el régimen de patrón oro

Si todos los bancos de un país bajo el régimen de patrón oro son ilíquidos, entonces se producirá una deflación en ese país. Los depositantes que sepan leer y analizar balances retirarán sus depósitos de los bancos y atesorarán oro. Los bancos pierden reservas de oro, es decir, sus activos más líquidos, situándose así en una posición aun más ilíquida. Intentarán, por supuesto, proteger su solvencia liquidando inversiones y no renovando préstamos. Sin embargo, dado que todos los bancos y sus clientes simultáneamente están en una carrera por la liquidez, la liquidación forzosa de los activos hace que el valor de éstos caiga aun más, agravando así una situación ya mala de por sí. Los prestatarios de los bancos tienen problemas al serles exigido el pago de sus deudas o no serles renovados sus créditos, y algunos de ellos pueden quebrar. En este proceso el capital del banco sufre por dos lados: unos activos desaparecen al resultar incobrables y el valor del resto cae como consecuencia de la subida de los tipos de interés.

Por tanto la iliquidez bancaria generalizada no es una situación que se autocorrija sino que se agrava en el régimen de patrón oro, produciéndose un círculo vicioso: la iliquidez motiva retiradas de depósitos, haciendo a los bancos aun más ilíquidos, causando más retiradas, etc. El proceso termina con una gigantesca liquidación de todo el crédito malo, que continúa hasta que la mayoría de los bancos (supervivientes) vuelven a ser líquidos otra vez.

Salvo que los bancos tengan prohibido tomar prestado a corto plazo y prestar o invertir a largo, el proceso mediante el cual el sistema bancario se queda atrapado en la ciénaga de la iliquidez vuelve a iniciarse de nuevo. Esto da lugar a la aparición del fenómeno del ciclo económico, con sus fases de auge y depresión. El auge coincide con el periodo en que los bancos toman prestado a corto y prestan a largo, mientras que la depresión coincide con la fase en que tanto los bancos como sus clientes rehacen su liquidez. Como cada pecado lleva en sí su penitencia, algunas personas y empresas inocentes pueden verse atrapadas en la liquidación; empresas solventes pueden hundirse por la quiebra de sus clientes y personas con buena cualificación y disposición ser despedidas.

El análisis precedente muestra claramente que la causa de la deflación y el motor del ciclo económico no es el patrón oro en sí, sino la iliquidez de los bancos o su causa raíz: la pasión por endeudarse a corto y prestar a largo. A pesar de este hecho, históricamente la moneda de oro ha sido la cabeza de turco de la deflación y el patrón oro el chivo expiatorio al que atribuir la génesis del ciclo económico. Estas teorías no resisten un análisis científico y reflejan sólo la confusión en la mente de sus autores.

El patrón oro no adulterado, que no permite a los bancos acumular activos ilíquidos (les impide endeudarse a corto y prestar a largo), estaría libre de deflación y no sujeto ya a la maldición del ciclo económico.

Iliquidez bancaria bajo el régimen de moneda inconvertible

Ha habido en la historia muchos y notables experimentos diseñados para evitar el colapso de bancos ilíquidos recurriendo a la moneda inconvertible. El más grandioso de todos es precisamente el que ahora está en funcionamiento, inundando por primera vez el mundo entero de papel. Sin embargo, la suspensión de la convertibilidad con el oro no suspende ni puede suspender la validez de las leyes económicas que gobiernan la liquidez. Eliminar (descartar) el oro del sistema monetario equivale no más que a llevarse el termómetro de la cama del enfermo, dejando así a la enfermera a oscuras acerca del

estado del paciente. ¿Quién sabe? Quizá el paciente se reponga antes si, cándidamente, ignora su condición febril.

Si todos los bancos de un país con moneda inconvertible son ilíquidos, entonces ese país sufrirá una inflación progresiva que culminará, necesariamente, en una hiperinflación. Analicemos el proceso:

En primer lugar, la retirada de depósitos y el atesoramiento de oro no juegan el mismo papel que en el patrón oro. Incluso la fuga de capitales puede resultar ineficaz, porque las mermadas reservas de los bancos se reponen con nuevas reservas creadas *ad hoc* por el Banco central. Ciertamente, el Banco central tiene reservas para que éstas puedan hacer frente a sus deudas con vencimientos más próximos que los de sus activos. Si el Banco central vacilara en hacerlo, podría provocar un pánico que comprometería la estructura financiera del país.

En estas circunstancias el incremento de la oferta monetaria, como quiera que se defina, no es la causa sino un efecto, o un síntoma de inflación. La causa primera de la inflación, según queda expuesto aquí, es la práctica bancaria universal de endeudarse a corto y prestar a largo.

Para entender completamente el proceso inflacionario debemos darnos cuenta de que la iliquidez bancaria generalizada no se autocorrige sino que tiende a agravarse, no menos con moneda inconvertible que con patrón oro. Aquí tenemos otro círculo vicioso, aunque las retiradas de depósitos, el atesoramiento de oro y la fuga de capitales deben quedar fuera del análisis, puesto que pueden no tomar parte en el proceso. En vez de esto, el círculo vicioso consiste en el éxodo creciente y masivo de los tenedores de bonos desde los vencimientos largos a los vencimientos cortos.

Una moneda inconvertible está forzosamente basada en deuda, particularmente, la deuda del Estado. De esta forma, la calidad de la moneda (esto es, la calidad del crédito otorgado por el Banco central) se puede identificar con la calidad del crédito del Estado. Lo que, a su vez, es un sinónimo de la capacidad del Tesoro para consolidar la deuda del Estado (endeudarse a largo). Por lo tanto, la medida de la solvencia del Estado es la estructura de vencimientos de su deuda viva. Vencimientos medios progresivamente más largo indican una alta y creciente calificación crediticia. Y al contrario, vencimientos medios progresivamente más cortos significan una baja y decreciente calificación crediticia.

Si las deudas del banco vencen antes que sus créditos y tales deudas no son inmediatamente monetizadas, entonces los bancos tienen que recurrir forzosamente a la liquidación de sus activos en los mercados financieros. Sin embargo, el público sólo adquirirá dichos activos con un descuento en el precio. O lo que es lo mismo, el tipo de interés debe subir como consecuencia de la liquidación forzada de los activos bancarios. El Tesoro tendrá que financiar su nueva deuda y refinanciar la antigua a un tipo de interés más alto, infligiendo así pérdidas a los tenedores de las emisiones anteriores. Dichas pérdidas, imprevistas o no, harán que muchos tenedores de obligaciones se agolpen en los vencimientos cortos, donde el riesgo de ser masacrados es más pequeño. De este modo, el vencimiento medio de la deuda, incluida la del Estado, disminuye. Esta es una indicación de que el crédito del Estado (último garante de las reservas bancarias bajo el régimen de moneda inconvertible) se deteriora.

No hay salvación para el Tesoro en pagar un cupón más elevado en sus nuevas emisiones de obligaciones. Cada incremento en el pasado ha diezmado el valor de emisiones más antiguas en el mercado secundario, infligiendo severas pérdidas a las obligacionistas que confiaron en el crédito del Estado en tiempos más felices. Los obligacionistas no pondrán la otra mejilla. Evitarán pérdidas huyendo hacia los vencimientos más cortos en los cuales, según ellos esperan, estarán en el futuro mejor protegidos contra las pérdidas en el caso de nuevas subidas en el tipo de interés. Pero los inversores se quedan pronto sin esta salida, a medida que las deudas a corto van venciendo. Se ven literalmente empujados hacia el oro por la política de altos tipos de interés. Por lo tanto, los tipos de interés crecientes no curan el moribundo mercado de deuda a largo, sino que, más bien, lo entierran.

En resumen, si las deudas bancarias vencen antes que sus créditos, sólo se puede hacer frente a éstas monetizándolas y emitiendo deuda a corto a cambio de deuda a largo. En otras palabras, el sistema bancario, liderado por el Banco central, se ve forzado a financiar el éxodo de los ahorradores desde la deuda a largo a las deudas a corto. El sistema bancario tiene que absorber más deuda a largo a cambio de créditos a corto. Esto significa que el sistema bancario continua, a ritmo acelerado, practicando el "arte" de endeudarse a corto y prestar a largo. Los bancos se vuelven cada vez más ilíquidos, reforzándose así el círculo vicioso.

Lo que hemos dicho acerca de la sangría del capital de los bancos como resultado de la creciente iliquidez bajo un patrón oro será, por razones aun más poderosas, válido en un sistema de moneda inconvertible.

El Banco central está indefenso. Cualquier vacilación por su parte en facilitar las reservas necesarias para hacer frente a los vencimientos de los bancos simplemente destruiría el crédito del Estado. Ciertamente, tal vacilación amenazaría al mercado con una inminente y enorme subida en los tipos de interés. El Banco central desvelaría la profundidad de la sima en la que el valor de la deuda se hundiría. Los obligacionistas particulares, ansiosos por evitar mayores pérdidas, malbaratarían sus títulos. Incluso si quisieran retenerlos para el largo plazo, un descenso inminente en el precio los convertiría en vendedores. Cuando todos los obligacionistas vendan, no habrá compradores y el crédito del Estado sufrirá un daño irreparable. Como no se puede permitir que eso suceda, el Banco central tomará todas las obligaciones de las que el descontento público quiera deshacerse. De grado o por fuerza, el Banco central continúa endeudándose a corto (con el público) y prestando a largo (al Estado) cada vez en mayor escala.

El círculo vicioso, sin embargo, no puede continuar indefinidamente, puesto que el vencimiento medio de la deuda no puede ser negativo. El desenlace llega cuando el vencimiento medio se acerca peligrosamente a un año. En ese punto, la defunción de la moneda es un hecho consumado. No habrá más compradores de obligaciones fuera del sector financiero. Este hecho se identificará por una irreversible huida hacia el oro y otros activos tangibles. Puesto que un colapso crediticio ocurrirá al mismo tiempo, puede producirse una confusión semántica acerca de si el colapso es una deflación o una hiperinflación. Pero no hay necesidad de polémicas semánticas. Está claro que el colapso crediticio inducirá al desesperado Banco central a monetizar la deuda pública a una escala jamás vista. A esto seguirá una

explosión en el precio del oro en dólares, referencia para el comercio internacional de mercancías. Desde este punto de vista, deflación e hiperinflación son sólo las dos caras de la misma moneda, esto es, la autodestrucción del sistema monetario y de pagos internacional, cuya primera etapa es la incapacidad del Tesoro (norteamericano) para atraer auténtico ahorro. El modo más simple de diagnosticar la fase terminal de la enfermedad es por medio del decrecimiento progresivo de la estructura de vencimientos de la deuda pública.

La Torre de Babel crediticia

Bajo el régimen de moneda inconvertible, la iliquidez del sistema bancario ha creado una desenfrenada Torre de Babel crediticia que ya no es posible liquidar por medios ordinarios. Pase lo que pase continuará creciendo. Crecerá, desde luego, si los tipos de interés bajan; pero también crecerá si éstos suben. El anterior es un nuevo aspecto llamado "efecto Ponzi" por el profesor H. P. Minsky y consiste en lo siguiente. Los bancos, poco deseosos de llevar a pérdidas sus préstamos incobrables (ya que ello volatilizaría completamente su capital y más que su capital), convencen a sus deudores, mediante alguna que otra presión si es necesario, de que se endeuden más para poder pagar los cada vez más altos intereses. Pero los tipos de interés más altos exacerban el problema: los malos créditos se van apilando uno sobre otro.

El aspecto más inquietante de la Torre de Babel crediticia es que crece más rápido que el Producto Nacional Bruto. Antes de 1960, producir un nuevo dólar de PNB comprometía menos de un dólar de deuda adicional. En los años 60, como media, comprometía dos dólares; en los setenta, tres dólares; y en lo que llevamos de los 80, un dólar adicional de PNB compromete ya cuatro dólares.

Debería estar claro que esta tendencia no puede continuar indefinidamente. La deuda adicional no tiene justificación económica en ningún caso. No produce los rendimientos necesarios para amortizarla. No produce la renta necesaria para el pago de sus intereses, no hablemos ya de producir renta *consumible*. Más tarde o más temprano, la fantástica Torre de Babel engendrada por la iliquidez crónica del sistema bancario tendrá que derrumbarse sobre la complacencia y la apatía dominantes.

Hay una forma, sólo una, de evitar el inminente desastre: detener el explosivo crecimiento de esta Torre de Babel de una vez bajando el tipo de interés al dos o el tres por ciento anual, donde éste tendría de nuevo relación con la productividad marginal del capital en este país. Entonces, los intereses de la deuda podrían pagarse sin recurrir a la "máquina de hacer billetes".

Hay una forma, sólo una, de bajar el tipo de interés al dos o el tres por ciento de la noche a la mañana: hacer el dólar convertible en oro a un cambio fijado por estatuto. La reforma monetaria debe, desde luego, acompañarse de una operación de reembolso, por la cual la deuda viva se cambiará por deuda denominada en oro y con cupones pagaderos en oro a un tipo de interés más bajo. (Sin mencionar las reformas políticas necesarias para limitar la propensión a gastar de los políticos, la cual no podría avenirse con un régimen de moneda convertible.)

Esta observación se justifica por el hecho de que el oro es el activo más líquido dentro del panorama que se ofrece a un hombre del siglo XX. Décadas de difamación del oro no pueden cambiar este hecho. Que *tiene* que existir el activo más líquido se deduce del hecho de que la liquidez de un activo siempre puede compararse con la de otro. Entonces surge un activo que es más líquido que cualquier otro. Este activo es el oro, porque su utilidad marginal decrece más lentamente que la de cualquier otro activo, como demuestra la enorme cantidad de oro existente comparada con la pequeña producción anual de este metal. Quienes nieguen que el oro tiene esta propiedad única cargan con la tarea de encontrar el activo más líquido existente. El hecho es que si la ratio entre existencias y producción de cobre (el cual es normalmente una fracción) fuera tan alto como el del oro (el cual está normalmente cerca de 100), entonces el cobre sería un bien libre tanto como el agua, y los productores de cobre se arruinarían. En este sentido, el oro no es escaso en absoluto. En realidad, el oro es el bien más abundante que se conoce y produce. La abundancia del oro junto con su incesante demanda es la garantía para cada poseedor de este metal de que es el puerto más seguro para sus ahorros en tiempos de tormentas monetarias.

La maliciosa campaña contra el oro, y contra el concepto de liquidez, es una característica de nuestros tiempos y de la ideología colectivista que manifiesta la llamada "macroeconomía". Pero aquellos que quieran entender qué es lo hace moverse al mercado –y al oro– deben recurrir a la "microeconomía", a la idea de liquidez y a su contraria, la iliquidez.